

2023年08月19日

证券研究报告|公司研究|公司点评

三祥新材 (603663)

2023 半年报点评：Q2 盈利延续改善趋势

业绩概要：2023 年上半年公司实现营业收入 5.95 亿元 (+28.8%)，实现归母净利润 0.79 亿元 (-3.5%)，对应基本 EPS 为 0.26 元，扣非后归母净利润为 0.77 亿元 (+1.3%)。2023Q2 营收为 2.97 亿元 (同比+6%，环比-0.3%)，归母净利润为 0.43 亿元 (同比-16.2%，环比+20.4%)，单季度 EPS 为 0.14 元；

需求不及预期，业绩同比表现平淡，环比继续修复：2023 年上半年由于下游需求不及预期，叠加行业竞争格局加剧，造成电熔锆价格有所回落，上半年平均价格为 5.9 万元/吨 (-23%)，与此同时上游原材料锆英砂因汇率贬值因素导致进口价格持续上涨，增加了电熔锆产品的成本；在电熔锆下游海绵锆领域，随着下游化工项目陆续开工，订单逐步恢复，海绵锆市场价格基本维持在 21 万元/吨的高位，目前公司拥有年产 5000 吨工业级海绵锆生产能力，国内市占率超 50%；氧氯化锆方面，下游需求持续疲软，价格呈现不断下滑趋势，上半年平均价格为 1.9 万元/吨 (-22%)，年产 2 万吨氧氯化锆项目处于投产初期，设备尚处于磨合期，批量产品已初步进入市场对接并获得客户认可。综上，上半年公司锆系产品实现营业收入 4.9 亿元 (+38.3%)，虽然产品价格同比有所下滑，但得益于销量提升，整体营收仍实现较大幅度增长；整体产品价格下降过程中，由于成本端锆英砂价格相对坚挺，锆系产品毛利率为 35.2%，同比下降 2.9pcts。但从分季度情况来看，得益于海绵锆、光伏等行业销量增长，以及产品结构优化，公司 2023Q2 毛利率为 32.3% (环比+1.7%)，延续了环比改善趋势；

财务数据：随着研发项目投入增加，研发费用率提升 0.7pcts 至 5.13%；应收账款同比大幅增长 90%，主要系销售规模扩大，对客户贷款增加所致；其他权益工具投资同比增长 107%，主要为新增加对大连章谷成型科技有限公司等投资；

关注镁铝合金业务进程：公司与宁德时代、万顺集团等企业合作投资建设了轻量化新材料镁铝合金项目宁德文达镁铝科技有限公司 (三祥持股

投资评级

买入

维持评级

2023 年 08 月 18 日

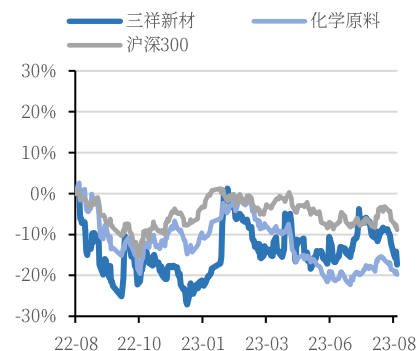
收盘价(元):

9.87

公司基本数据

总股本(百万股)	423.59
总市值(百万)	4,180.86
流通股本(百万股)	422.28
流通市值(百万)	4,167.86
12 月最高/最低价(元)	17.75/9.86
资产负债率(%)	31.13
每股净资产(元)	4.17
市盈率(TTM)	28.24
市净率(PB)	2.37
净资产收益率(%)	6.30

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

联系电话:

邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2022 年报&2023 一季报点评：锆系产品盈利性稳步提升，产业链进一步延伸 —2023-04-28

2022Q3 点评：整体经营稳定，锆产品价格有所波动 —2022-10-23

2022 半年报点评：锆系产品盈利性达到历史最佳 —2022-08-06

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

35%)。镁合金作为最轻的金属结构材料，在汽车轻量化、建筑模板、航空航天等领域应用前景广阔。由于具备轻量化、性能、可回收等优势，镁合金建筑模板市场渗透率逐步加快，宁德文达已实现批量出货；动力电池轻量化方面，物流运输、产业资源等优势互通，未来镁合金产品投产后，宁德时代有望优先采用，公司已向下游客户批量供应铝合金、镁合金电池 PACK 结构件，下游涉及新能源车及储能等领域；一体化压铸方面，公司正积极开发大型一体化压铸产品，不断向汽车、电动船舶船体等领域拓展。公司虽然在镁铝合金材料领域起步较晚，但背靠合作方新能源产业链和客户资源，叠加文达镁业技术优势，以动力电池轻量化和建筑模板作为突破口，未来在轻金属材料领域发展前景可期；

投资建议：受制于下游需求不及预期，公司锆系产品上半年盈利同比表现平淡，但环比延续改善趋势，通过产业链延伸，销售规模和盈利性持续增强。而镁铝合金作为公司外延发展的新方向，有望成为公司业务突破的亮点。预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 13.1/16.0/19.7 亿元，同比增长 34%/22%/23%，实现归母净利润分别为 2.0/2.7/3.4 亿元，同比增长 34%/32%/27%，对应 PE 21X/16X/12X。维持“买入”评级。

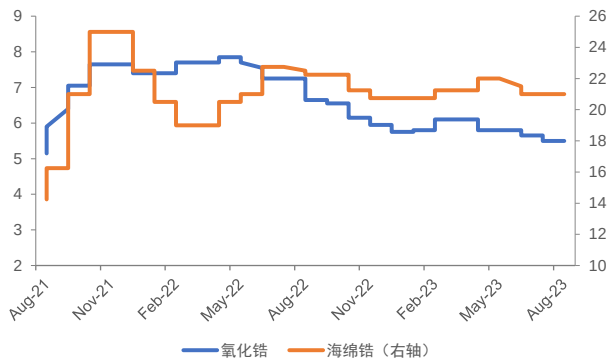
风险提示：原材料价格波动风险，疫情对下游需求影响，新增项目投产进度不及预期等。

盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	789	972	1,307	1,601	1,971
增速（%）	7.65%	23.20%	34.43%	22.49%	23.12%
归属于母公司净利润	100	151	203	269	341
增速（%）	54.98%	50.14%	34.48%	32.40%	26.82%
每股收益（元）	0.24	0.36	0.48	0.63	0.80
市盈率（倍）	41.61	27.71	20.61	15.56	12.27

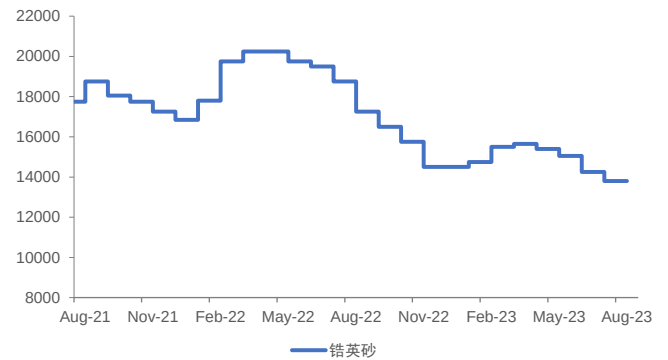
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 1 行业锆产品价格（单位：万元/吨）



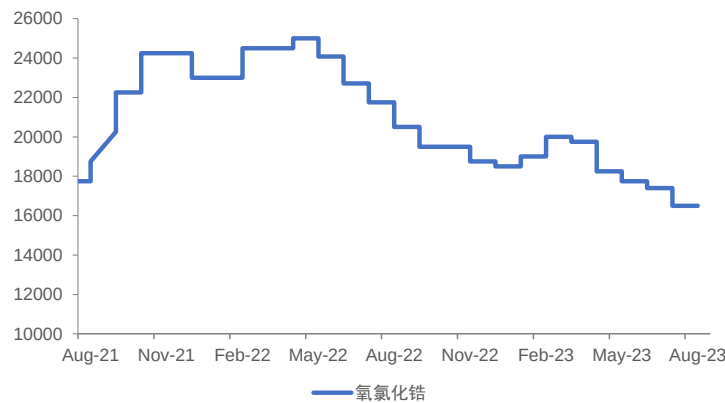
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 2 行业锆英砂价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图 3 行业氧氯化锆价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图 4 单季度财务数据

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万元)	297	298	241	270	280	182	170	185
营业成本(百万元)	201	207	173	167	179	122	103	128
销售费用率	0.9%	1.1%	0.9%	2.3%	1.3%	1.8%	2.6%	2.0%
管理费用率	5.7%	5.5%	3.3%	6.8%	5.4%	7.7%	7.0%	10.0%
财务费用率	0.2%	0.1%	0.6%	0.9%	0.6%	-0.3%	0.2%	2.5%
研发费用率	5.3%	5.0%	4.2%	6.1%	5.0%	3.6%	4.1%	3.7%
资产减值损失(百万元)	-4.7	-8.6	-5.8	-0.2	-1.5	-0.4	-0.5	0.0
利润总额(百万元)	50.4	43.9	30.5	52.7	70.2	33.3	34.9	23.0
所得税费用(百万元)	1.2	5.9	0.3	5.9	9.2	4.6	5.1	1.5
净利润(百万元)	49.1	38.0	30.2	46.8	61.0	28.7	29.8	21.5
EPS	0.14	0.12	0.08	0.15	0.24	0.14	0.14	0.10
毛利率	32.3%	30.6%	28.3%	38.2%	36.1%	32.8%	39.2%	30.8%
期间费用率	12.1%	11.7%	8.9%	16.2%	12.3%	12.7%	14.0%	18.1%
所得税率	2.4%	13.4%	1.0%	11.2%	13.0%	13.8%	14.5%	6.6%
净利率	16.5%	12.8%	12.5%	17.4%	21.8%	15.8%	17.5%	11.6%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图 5 财务数据预测分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	65.33	113.78	72.68	130.70	160.32	391.93	营业收入	733.11	789.21	972.31	1307.05	1601.05	1971.23
应收票据及账款	217.27	180.65	290.68	340.19	394.78	459.05	营业成本	541.08	544.27	640.33	868.60	1054.09	1291.95
预付账款	7.68	12.34	11.15	17.90	21.93	27.00	税金及附加	4.67	8.08	10.11	14.38	17.61	21.68
其他应收款	0.98	1.08	1.38	1.79	2.19	2.70	销售费用	15.72	15.75	15.13	20.91	25.62	31.54
存货	173.68	169.56	297.13	356.96	404.31	460.15	管理费用	49.28	53.08	55.50	74.50	91.26	112.36
其他流动资产	20.89	109.73	37.21	59.06	66.72	76.37	研发费用	23.66	32.74	47.15	65.35	80.05	98.56
流动资产总计	485.83	587.14	710.22	906.61	1050.25	1417.20	财务费用	18.25	12.79	4.88	7.65	4.73	0.43
长期股权投资	5.24	55.41	99.28	94.28	91.58	91.58	资产减值损失	-1.07	0.12	-7.80	-26.14	-16.01	-19.71
固定资产	431.39	539.26	553.32	582.77	630.94	645.19	信用减值损失	0.03	-0.09	-0.31	-0.13	-0.16	-0.20
在建工程	200.93	154.32	239.46	249.55	189.64	144.73	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	116.01	118.02	114.47	116.23	126.31	121.40	投资收益	0.57	-1.07	-11.67	-2.00	2.30	5.00
长期待摊费用	1.18	1.12	1.27	0.64	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.36	0.08	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	92.49	82.15	88.37	109.35	97.35	99.35	资产处置收益	0.00	0.03	0.00	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	847.25	950.29	1096.17	1152.81	1135.83	1102.26	其他收益	7.70	9.21	4.31	7.08	6.87	6.08
资产总计	1333.08	1537.42	1806.39	2059.42	2186.08	2519.46	营业利润	87.69	131.06	183.80	234.46	320.70	405.89
短期借款	91.88	67.11	105.98	138.33	0.00	0.00	营业外收入	0.16	0.02	9.39	9.40	0.00	0.00
应付票据及账款	110.21	98.97	199.48	249.87	274.35	300.86	营业外支出	2.39	10.58	6.47	3.90	3.00	3.00
其他流动负债	100.71	71.69	125.53	126.39	153.61	188.40	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	302.80	237.78	430.98	514.59	427.96	489.27	利润总额	85.47	120.51	186.71	239.96	317.70	402.89
长期借款	263.20	83.88	57.36	53.79	38.06	19.69	所得税	10.81	13.72	19.98	26.40	34.95	44.32
其他非流动负债	17.11	28.03	19.31	19.31	19.31	19.31	净利润	74.66	106.79	166.73	213.56	282.75	358.57
非流动负债合计	280.31	111.92	76.68	73.11	57.37	39.00	少数股东损益	9.82	6.30	15.86	10.68	14.14	17.93
负债合计	583.11	349.69	507.66	587.70	485.33	528.27	归属母公司股东净利	64.84	100.49	150.87	202.89	268.61	340.65
股本	192.46	214.95	302.27	302.27	302.27	302.27	EBITDA	140.59	178.65	236.36	331.96	424.71	518.89
资本公积	82.76	447.90	356.58	356.58	356.58	356.58	NOPLAT	92.82	128.28	168.42	215.47	289.95	361.95
留存收益	380.25	420.33	549.41	711.72	926.61	1199.12	EPS (元)	0.15	0.24	0.36	0.48	0.63	0.80
归属母公司权益	655.47	1083.18	1208.26	1370.57	1585.46	1857.98	主要财务比率						
少数股东权益	94.51	104.55	90.48	101.15	115.29	133.22							
股东权益合计	749.97	1187.73	1298.74	1471.72	1700.75	1991.20	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债和股东权益合计	1333.08	1537.42	1806.39	2059.42	2186.08	2519.46	成长能力						
现金流量表							营收增长率	-3.68%	7.65%	23.20%	34.43%	22.49%	23.12%
							营业利润增长率	-32.92%	49.45%	40.24%	27.57%	36.78%	26.57%
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EBIT增长率	-26.68%	28.51%	43.73%	29.24%	30.21%	25.09%
税后经营利润	74.66	106.79	166.73	204.14	277.25	351.37	EBITDA增长率	-18.06%	27.07%	32.31%	40.44%	27.94%	22.18%
折旧与摊销	36.86	45.35	44.77	84.34	102.28	115.57	归母净利润增长率	-21.61%	54.98%	50.14%	34.48%	32.40%	26.82%
财务费用	18.25	12.79	4.88	7.65	4.73	0.43	经营现金流增长率	148.09%	26.30%	-32.86%	76.23%	47.06%	21.68%
投资损失	-0.57	1.07	11.67	2.00	-2.30	-5.00	盈利能力						
营运资金变动	18.57	23.56	-105.81	-87.18	-62.33	-74.03	毛利率	26.19%	31.04%	34.14%	33.54%	34.16%	34.46%
其他经营现金流	0.47	-2.31	3.47	10.58	6.17	8.08	净利率	10.18%	13.53%	17.15%	16.34%	17.66%	18.19%
经营性现金净流量	148.25	187.24	125.71	221.54	325.80	396.43	营业利润率	11.96%	16.61%	18.90%	17.94%	20.03%	20.59%
资本支出	246.70	92.16	143.00	150.00	90.00	80.00	ROE	9.89%	9.28%	12.49%	14.80%	16.94%	18.33%
长期投资	-35.94	-138.55	-28.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.86%	6.54%	8.35%	9.85%	12.29%	13.52%
其他投资现金流	-74.28	-287.44	-45.02	5.93	6.33	2.12	# ROIC	11.80%	11.95%	14.12%	15.23%	17.94%	21.40%
投资性现金净流量	-285.04	-241.05	-160.02	-144.07	-83.67	-77.88	估值倍数						
短期借款	-19.76	-24.77	38.87	32.35	-138.33	0.00	P/E	64.48	41.61	27.71	20.61	15.56	12.27
长期借款	156.94	-179.31	-26.52	-3.57	-15.74	-18.37	P/S	5.70	5.30	4.30	3.20	2.61	2.12
普通股增加	2.47	22.49	87.32	0.00	0.00	0.00	P/B	6.80	3.86	3.46	3.05	2.64	2.25
资本公积增加	33.33	365.14	-91.32	0.00	0.00	0.00	股息率	0.46%	0.52%	0.72%	0.97%	1.28%	1.63%
其他筹资现金流	-13.85	-83.65	-22.59	-48.23	-58.45	-68.56	EV/EBIT	31.86	45.57	21.13	17.88	13.30	10.15
筹资性现金净流量	159.12	99.91	-14.25	-19.45	-212.51	-86.93	EV/EBITDA	23.51	34.00	17.13	13.34	10.09	7.89
现金流量净额	22.01	46.25	-48.33	58.02	29.61	231.61	EV/NOPLAT	35.61	47.35	24.04	20.55	14.78	11.30

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10% 之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637